

2017年08月22日

东江环保 (002672.SZ)

动态分析

业绩符合预期，行业标杆效应逐步增强

投资要点

事件：公司发布 2017 年半年度报告，报告期内实现营业收入 14.04 亿元，归母净利润 2.2 亿元，分别同比增长 19.96%、6.83%；公司预计 2017 年 1-9 月扣非后的归母净利润同比增长 0-30%，符合预期。

◆ **聚焦危废主业，业绩稳健增长：**①危废无害化处置实现收入 5.26 亿元，同比增长 53.56%，占总营收的 37.5%，增长主要来源于新项目投产带来实际处理量的大幅增加；②危废资源化利用实现收入 5.24 亿元，同比增长 50.78%，占总营收的 37.4%，增长主要由于金属价格上行，且公司加大销售力度带来产品产销量的增加；③环境工程及服务收入 1.43 亿元，同比增长 31.08%，主要来源于危废设施 EPC 项目；④市政废物板块实现营收 0.9 亿元，同比下降 35.73%，主要是深圳福永污泥项目停产所致。整体来看，无害化+资源化营收占比 75%，毛利占比 78%，较以往水平进一步提升；此外，加上危废设施 EPC 总包服务收入贡献，公司工业危废相关领域营业收入占比约 85%，凸显公司聚焦危废主业战略。

◆ **资质持续攀升，行业龙头地位稳固：**报告期内新投产的项目有：湖北天银，焚烧 2 万吨/年、物化 1 万吨/年、综合利用 3 万吨/年；珠海永兴盛，焚烧 9,100 吨/年、物化 950 吨/年。**2017 年下半年有望试生产的项目有：**东莞恒建，物化 8 万吨/年；衡水睿韬，无害化 7.75 万吨/年。**2018 年有望建成的项目有：**江西固废二期，资源化 28 万吨/年；福建南平，焚烧 2 万吨/年；潍坊东江，无害化 6 万吨/年、资源化 11.09 万吨/年；仙桃绿怡，资源化 1.78 万吨/年；江苏南通，无害化 4 万吨/年。另外，泉州 PPP 项目约 1.57 万吨/年资源化产能、7.5 万吨/年无害化产能已于 2017 年上半年取得环评批复，建成可期。上述在建项目合计近 80 万吨/年的处理规模，至 2017 年末公司无害化处理资质有望达到 93 万吨/年，资源化利用资质有望达到 76 万吨/年，为公司主业增长奠定基础。

◆ **打造环境工程及服务新增长极：**在危废运营收入（包括无害化处置+资源化利用）稳健增长的基础上，公司创新业务模式，打造环境工程及服务的新增长。公司充分发挥自身投资成本低、技术领先优势，积极打造危废设施 EPC 总包能力，行业标杆效应明显；同时着力拓展土壤修复、水流域治理、城市管网等新项目，上半年包括危废 EPC 工程在内共承接 2.86 亿元工程订单，为公司储备新的盈利增长点。

◆ **投资建议：**在危废行业景气度高且存在较高壁垒的情形下，我们坚定看好东江环保在手资质优势以及国企资源优势，公司危废主业稳健增长可期；在此基础上，公司着力丰富业务机构，打造环境工程及服务增长极。我们预测 2017 年公司归母净利润 5.31 亿元，扣非后的归母净利润同比增长 24%以上，2017 年至 2019 年每股收益分别为 0.60、0.73、0.88 元，我们维持公司买入-A 投资评级，给予公司 2017 年 35 倍 PE 估值，6 个月目标价 21 元。

◆ **风险提示：**项目建设和投产进度不达预期

电力及公用事业 | 环保 III

 投资评级 **买入-A(维持)**

6 个月目标价 21 元

股价(2017-08-21) 16.15 元

交易数据

总市值 (百万元) 14,322.74

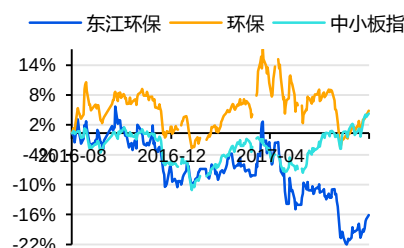
流通市值 (百万元) 8,754.58

总股本 (百万股) 886.86

流通股本 (百万股) 542.08

12 个月价格区间 14.86/21.67 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	2.02	-16.67	-22.4
绝对收益	5.71	-5.63	-19.66

分析师

徐曼
SAC 执业证书编号：S0910516020001
xuman@huajinsec.cn
021-20377088

报告联系人

宋怡萱
songyixuan@huajinsec.cn
021-20377051

相关报告

东江环保：非公开发行增强资金实力，危废产能扩张步伐稳健 2017-05-12

东江环保：危废主业稳健增长，环境工程有望成为新增长极 2017-04-28

东江环保：业绩符合预期，看好危废主业稳健增长前景 2017-03-31

东江环保：业绩符合预期，危废主业稳步提升 2017-02-28

东江环保：聚焦主业，看好公司危废项目扩张进度 2016-11-03

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	2,403.0	2,617.1	3,263.6	3,988.9	4,850.9
同比增长(%)	17.4%	8.9%	24.7%	22.2%	21.6%
营业利润(百万元)	362.0	584.3	623.5	765.0	930.7
同比增长(%)	19.4%	61.4%	6.7%	22.7%	21.7%
净利润(百万元)	332.5	533.8	531.3	649.4	784.4
同比增长(%)	32.2%	60.5%	-0.5%	22.2%	20.8%
每股收益(元)	0.37	0.60	0.60	0.73	0.88
PE	43.1	26.8	27.0	22.1	18.3
PB	5.2	4.4	3.7	3.2	2.8

数据来源：贝格数据华金证券研究所

内容目录

一、聚焦危废主业，业绩稳健增长.....	4
二、资质质量持续攀升，行业龙头地位稳固	6
三、打造环境工程及服务新增长极.....	6
四、盈利预测	7
五、风险提示	7

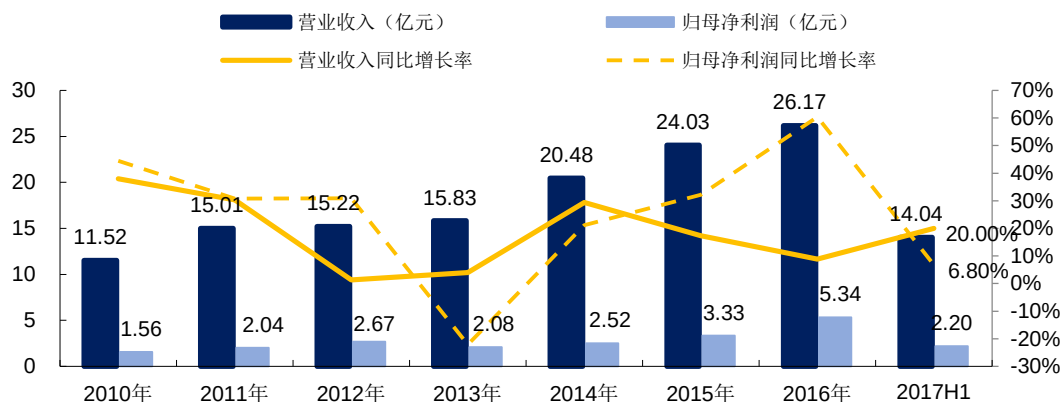
图表目录

图 1：公司营业收入及归母净利润增长情况	4
图 2：公司营业收入构成情况.....	4
图 3：公司毛利构成情况.....	4
图 4：公司主要业务板块毛利率变动情况.....	5
图 5：公司整体盈利能力变动情况	5
图 6：公司期间费用率变动情况	5
图 7：公司经营性现金净流量变动情况（单位：万元）	5
图 8：公司危废资质质量增长情况（万吨/年）	6
表 1：在建项目汇总.....	6

一、聚焦危废主业，业绩稳健增长

2017年上半年公司实现营业收入14.04亿元，归母净利润2.2亿元，分别同比增长19.96%、6.83%；公司预计2017年1-9月扣非后的归母净利润同比增长0-30%，符合预期。

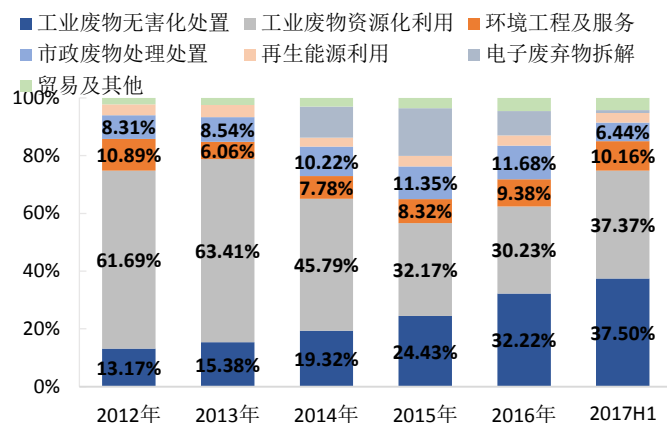
图1：公司营业收入及归母净利润增长情况



资料来源：wind，华金证券研究所

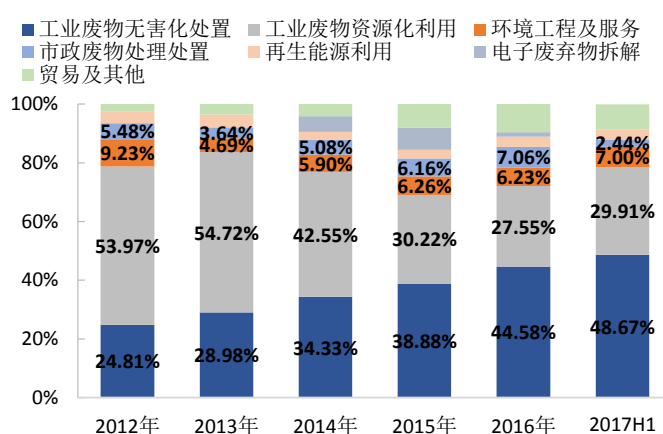
危废主业高速增长，占比进一步提高：①危废无害化处置实现收入5.26亿元，同比增长53.56%，占总营收的37.5%，增长主要来源于新项目投产带来实际处理量的大幅增加；②危废资源化利用实现收入5.24亿元，同比增长50.78%，占总营收的37.4%，增长主要由于金属价格上行，且公司加大销售力度带来产品产销量的增加；③环境工程及服务收入1.43亿元，同比增长31.08%，主要来源于危废设施EPC项目；④市政废物板块实现营收0.9亿元，同比下降35.73%，主要是深圳福永污泥项目停产所致。整体来看，无害化+资源化营收占比75%，毛利占比78%，较以往水平进一步提升；此外，加上危废设施EPC总包服务收入贡献，公司工业危废相关领域营业收入占比约85%，凸显公司聚焦危废主业战略。

图2：公司营业收入构成情况



资料来源：wind，华金证券研究所

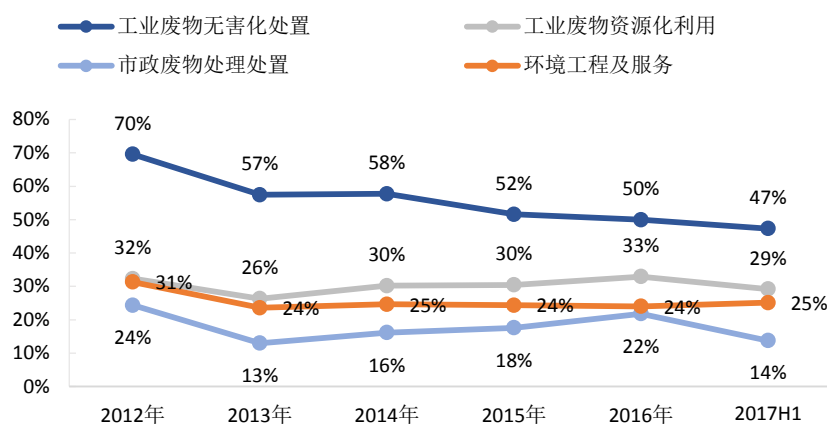
图3：公司毛利构成情况



资料来源：wind，华金证券研究所

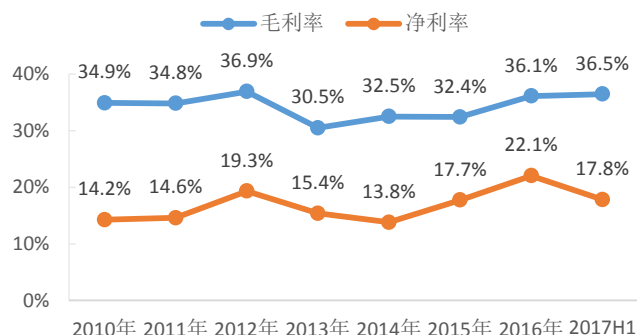
盈利能力方面，公司各子板块毛利率出现不同程度的下滑，但由于业务结构的优化，高毛利率业务占比持续提升，公司整体毛利率与2016年全年水平持平。公司各项期间费用率变动幅度不大，而净利率较2016年全年下降4.3个百分点，主要由于2016年第三季度剥离部分电子废弃物拆解资产产生较大金额的投资收益，导致去年净利率较高。

图 4：公司主要业务板块毛利率变动情况



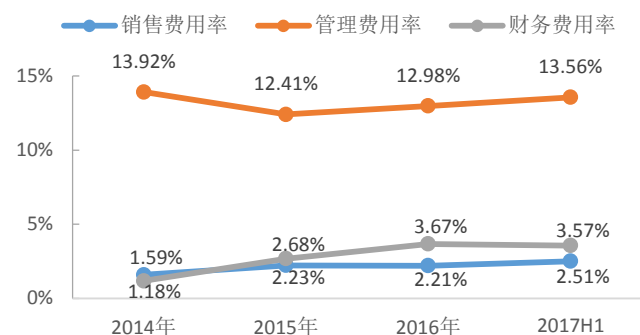
资料来源：wind，华金证券研究所

图 5：公司整体盈利能力变动情况



资料来源：wind，华金证券研究所

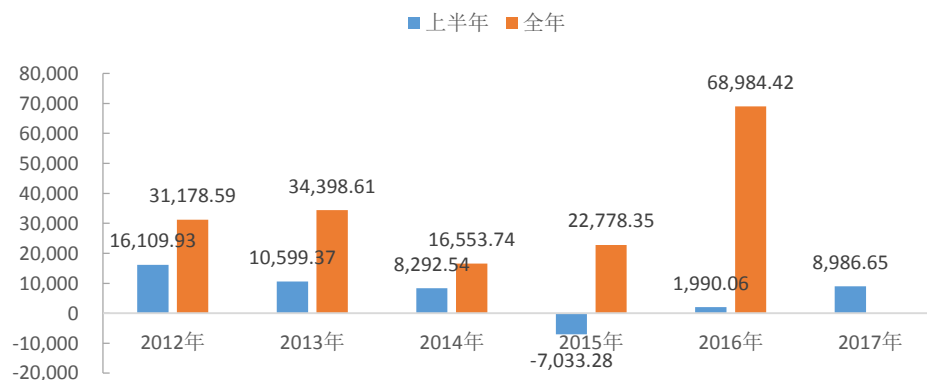
图 6：公司期间费用率变动情况



资料来源：wind，华金证券研究所

经营性现金流凸显良好回款状况，资金充裕有利公司业务拓展：2017 年上半年公司实现经营性现金净流量 8,986.65 万元，同比增长 351.58%，主要是由于公司加快应收账款的回款。2017 年上半年公司成功发行第一期绿色债券融资 6 亿元、资产支持证券融资 3 亿元，启动非公开发行 A 股事项，拟募集资金 23 亿元，广晟公司入主为公司带来的融资便利逐步落地，资金实力增强有利于公司业务拓展，保持危废行业领先地位。

图 7：公司经营性现金净流量变动情况（单位：万元）



资料来源：wind，华金证券研究所

二、资质质量持续攀升，行业龙头地位稳固

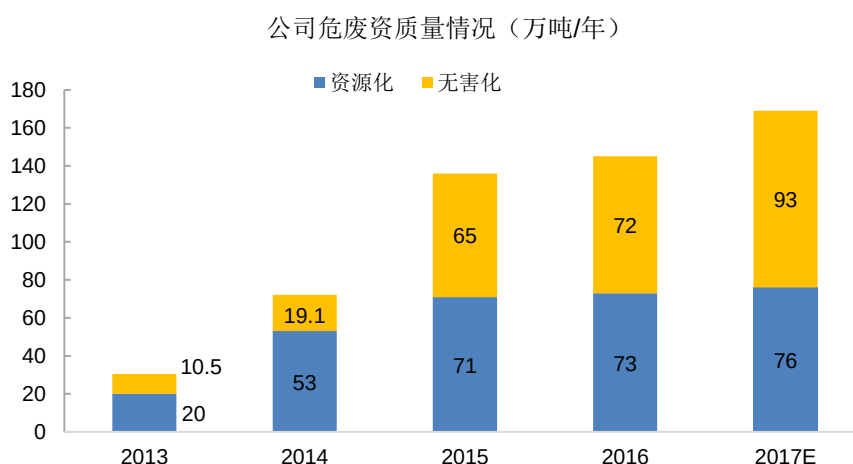
报告期内新投产的项目有：湖北天银，焚烧 2 万吨/年、物化 1 万吨/年、综合利用 3 万吨/年；珠海永兴盛，焚烧 9,100 吨/年、物化 950 吨/年。**2017 年下半年有望试生产的项目有：**东莞恒建，物化 8 万吨/年；衡水睿韬，无害化 7.75 万吨/年。**2018 年有望建成的项目有：**江西固废二期，资源化 28 万吨/年；福建南平，焚烧 2 万吨/年；潍坊东江，无害化 6 万吨/年、资源化 11.09 万吨/年；仙桃绿怡，资源化 1.78 万吨/年；江苏南通，无害化 4 万吨/年。另外，泉州 PPP 项目约 1.57 万吨/年资源化产能、7.5 万吨/年无害化产能已于 2017 年上半年取得环评批复，建成可期。上述在建项目合计近 80 万吨/年的处理规模，至 2017 年末公司无害化处理资质有望达到 93 万吨/年，资源化利用资质有望达到 76 万吨/年，为公司主业增长奠定基础。

表 1：在建项目汇总

项目名称	无害化资质质量 (万吨/年)	资源化资质质量 (万吨/年)	预计投产时间
东莞恒建	8		2017 年下半年
衡水睿韬	7.75		
江西固废二期		28	2018 年
福建南平	2		
潍坊东江	6	11.09	
仙桃绿怡		1.78	
江苏南通	4		
泉州 PPP 项目	1.57	7.5	-
合计	29.32	48.37	77.69

资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 8：公司危废资质质量增长情况（万吨/年）



资料来源：公司公告，华金证券研究所

三、打造环境工程及服务新增长极

在危废运营收入（包括无害化处置+资源化利用）稳健增长的基础上，公司创新业务模式，打造环境工程及服务的新增长。公司充分发挥自身投资成本低、技术领先优势，积极打造危废设

施 EPC 总包能力；同时着力拓展土壤修复、水流域治理、城市管网等新项目，上半年包括危废 EPC 工程在内共承接 2.86 亿元工程订单，为公司储备新的盈利增长点。

四、盈利预测

在危废行业景气度高且存在较高壁垒的情形下，我们坚定看好东江环保在手资质优势以及国企资源优势，公司危废主业稳健增长可期；在此基础上，公司着力丰富业务机构，打造环境工程及服务增长极。我们预测 2017 年公司归母净利润 5.31 亿元，扣非后的归母净利润同比增长 24% 以上，2017 年至 2019 年每股收益分别为 0.60、0.73、0.88 元，我们维持公司买入-A 投资评级，给予公司 2017 年 35 倍 PE 估值，6 个月目标价 21 元。

五、风险提示

项目建设和投产进度不达预期

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	2,403.0	2,617.1	3,263.6	3,988.9	4,850.9	年增长率					
减:营业成本	1,624.3	1,671.8	2,084.8	2,537.6	3,118.7	营业收入增长率	17.4%	8.9%	24.7%	22.2%	21.6%
营业税费	17.4	38.1	28.8	40.7	54.3	营业利润增长率	19.4%	61.4%	6.7%	22.7%	21.7%
销售费用	53.5	57.8	65.5	85.7	102.9	净利润增长率	32.2%	60.5%	-0.5%	22.2%	20.8%
管理费用	298.3	339.8	427.7	551.8	645.5	EBITDA 增长率	38.3%	52.1%	11.4%	22.6%	18.3%
财务费用	64.5	96.1	75.0	84.2	94.5	EBIT 增长率	30.3%	59.5%	2.7%	21.6%	20.7%
资产减值损失	12.2	9.2	-	7.1	5.4	NOPLAT 增长率	27.1%	59.4%	3.6%	20.9%	20.8%
加:公允价值变动收益	-0.5	1.1	0.1	-0.1	0.0	投资资本增长率	39.0%	20.3%	15.0%	10.4%	10.5%
投资和汇兑收益	29.7	178.8	41.6	83.3	101.2	净资产增长率	13.4%	20.1%	17.6%	13.1%	13.8%
营业利润	362.0	584.3	623.5	765.0	930.7						
加:营业外净收支	87.4	89.4	65.0	80.6	78.3	盈利能力					
利润总额	449.4	673.7	688.5	845.6	1,009.1	毛利率	32.4%	36.1%	36.1%	36.4%	35.7%
减:所得税	64.2	96.6	93.5	119.0	141.2	营业利润率	15.1%	22.3%	19.1%	19.2%	19.2%
净利润	332.5	533.8	531.3	649.4	784.4	净利润率	13.8%	20.4%	16.3%	16.3%	16.2%
						EBITDA/营业收入	26.4%	36.8%	32.9%	33.0%	32.1%
						EBIT/营业收入	17.7%	26.0%	21.4%	21.3%	21.1%
资产负债表						偿债能力					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	资产负债率	51.8%	52.8%	49.6%	49.2%	47.0%
货币资金	857.7	1,160.1	1,305.5	1,595.6	1,940.3	负债权益比	107.6%	111.8%	98.5%	96.7%	88.7%
交易性金融资产	1.5	1.7	1.8	1.7	1.7	流动比率	0.90	0.80	0.94	1.06	1.25
应收帐款	820.4	744.1	949.2	1,297.5	1,957.8	速动比率	0.79	0.72	0.80	0.92	1.10
应收票据	37.3	43.8	113.2	167.1	74.4	利息保障倍数	6.61	7.08	9.31	10.08	10.85
预付帐款	72.9	58.6	137.5	149.9	147.4	营运能力					
存货	269.3	267.2	473.4	536.1	580.3	固定资产周转天数	157	186	174	170	154
其他流动资产	263.6	436.2	304.1	334.6	358.3	流动营业资本周转天数	79	43	39	66	93
可供出售金融资产	14.4	14.9	9.8	13.1	12.6	流动资产周转天数	342	346	331	332	339
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	103	108	93	101	121
长期股权投资	135.1	138.1	143.1	143.1	143.1	存货周转天数	43	37	41	46	41
投资性房地产	53.9	66.4	66.4	66.4	66.4	总资产周转天数	874	1,023	949	864	785
固定资产	1,300.2	1,397.2	1,750.2	2,025.1	2,135.0	投资资本周转天数	528	622	585	539	489
在建工程	920.8	1,455.6	1,455.6	1,455.6	1,455.6						
无形资产	734.9	828.3	800.4	758.6	616.9	费用率					
其他非流动资产	1,203.1	1,576.9	1,514.6	1,571.3	1,550.4	销售费用率	2.2%	2.2%	2.0%	2.1%	2.1%
资产总额	6,685.2	8,189.1	9,024.5	10,115.7	11,040.1	管理费用率	12.4%	13.0%	13.1%	13.8%	13.3%
短期债务	1,271.2	1,735.9	1,830.6	2,006.3	2,278.9	财务费用率	2.7%	3.7%	2.3%	2.1%	1.9%
应付帐款	760.7	1,099.6	1,231.6	1,295.0	1,193.1	三费/营业收入	17.3%	18.9%	17.4%	18.1%	17.4%
应付票据	-	-	-	-	-	投资回报率					
其他流动负债	560.9	572.3	447.3	560.8	590.4	ROE	12.1%	16.2%	13.6%	14.7%	15.5%
长期借款	378.6	397.9	479.5	609.9	624.7	ROA	5.8%	7.0%	6.6%	7.2%	7.9%
其他非流动负债	494.3	517.7	488.4	500.1	502.1	ROIC	12.4%	14.2%	12.2%	12.9%	14.1%
负债总额	3,465.7	4,323.5	4,477.3	4,972.0	5,189.3	分红指标					
少数股东权益	466.4	576.8	640.5	717.6	801.0	DPS(元)	0.08	0.12	0.12	0.15	0.18
股本	869.4	887.2	887.2	887.2	887.2	分红比率	20.9%	20.1%	20.6%	20.5%	20.4%
留存收益	1,982.1	2,602.8	3,019.5	3,538.8	4,162.7	股息收益率	0.5%	0.7%	0.8%	0.9%	1.1%
股东权益	3,219.5	3,865.7	4,547.1	5,143.6	5,850.9						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	385.2	577.1	531.3	649.4	784.4	EPS(元)	0.37	0.60	0.60	0.73	0.88
加:折旧和摊销	209.3	286.3	375.0	466.8	531.8	BVPS(元)	3.10	3.71	4.40	4.99	5.69
资产减值准备	12.2	9.2	-	-	-	PE(X)	43.1	26.8	27.0	22.1	18.3
公允价值变动损失	0.5	-1.1	0.1	-0.1	0.0	PB(X)	5.2	4.4	3.7	3.2	2.8
财务费用	80.8	102.1	75.0	84.2	94.5	P/FCF	149.0	116.1	-243.4	35.7	35.9
投资损失	-29.7	-178.8	-41.6	-83.3	-101.2	P/S	6.0	5.5	4.4	3.6	3.0
少数股东损益	52.6	43.3	63.7	77.2	83.4	EV/EBITDA	24.3	16.6	15.0	12.3	10.4
营运资金的变动	-719.0	-179.9	-359.6	-416.0	-666.6	CAGR(%)	23.6%	14.6%	28.2%	23.6%	14.6%
经营活动产生现金流量	227.8	689.8	644.0	778.3	726.4	PEG	1.8	1.8	1.0	0.9	1.3
投资活动产生现金流量	-915.6	-654.1	-661.7	-618.5	-396.4	ROIC/WACC	1.3	1.5	1.3	1.4	1.5
融资活动产生现金流量	479.7	287.5	163.1	130.4	14.8						

资料来源：贝格数据华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

徐曼声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）30 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsc.cn